

IPO 新政解读

左敏 王啸

我国证券市场的股权分置改革有望今年年内基本完成，这标志着长期困扰我国证券市场的制度性矛盾将彻底消除。同时，新修订的《公司法》、《证券法》（以下简称“两法”）于今年1月1日正式施行后，我国证券市场的股权结构、市场结构、产品结构都发生了重大的变革。在此背景下，中国证监会于2006年5月6日发布了《上市公司证券发行管理办法》，提出“新老划断”拟分三步走的战略步骤，首先，开启不增加即期扩容压力的定向增发以及以股权证方式进行的远期再融资；其次，择机恢复面向社会公众的再融资；最后，选择优质公司，启动全流通条件下的IPO（首次公开募股）。政策出台后，市场反应良好，证监会即于5月17日发布《首次公开发行股票并上市管理办法》（中国证券监督管理委员会令第30号，以下简称《管理办法》），此举标志着全流通市场IPO正式启动。《管理办法》是根据“两法”的有关规定，结合股权分置改革基本完成后的证券市场情况，在总结以前实践经验并参考境外成熟证券市场经验的基础上修订完成的。总起来说，修订后的“两法”及《管理办法》加强了对首次公开发行证券的公司（以下简称发行人）独立性的要求，优化了发行人的财务指标要求，突出了市场对发行上市行为的约束机制，体现了保护公众投资者利益的精神。

一、完善发行财务指标，遏制以满足发行上市条件为目的的利润操纵行为

我国原《公司法》（指1999年12月25日修正）将连续三年盈利作为发行条件，因此，有些不满足条件的拟上市公司依靠剥离重组、关联交易等方式获得账面利润的做法曾经十分盛行。随着2001年证券发行核准制的实施和一系列规范性文件的出台或修订，临时突击制造利润的做法越来越难以维系，于是，越来越多的公司采取通过权责发生制会计的应计项目作为调节手段。这些以满足发行上市条件为动机的盈余管理造成了证券市场上的一系列不良后果，比如公司发

行筹资后随即“变脸”、上市公司业绩的“6%现象”、募集资金频繁变更等。

修订后的“两法”在保留原《公司法》“最近三年连续盈利”的前提下，取消了对发行证券的公司在盈利等方面过于刚性的限制，代之以富有弹性的规定，突出了对持续盈利能力的要求。《管理办法》根据新法精神，从多方面对发行公司的财务资格设定条件，具体包括：1、盈利规模方面，要求最近三年累计净利润不低于3 000万元。2、盈利质量方面，细化了三个要求：①净利润的计算以扣除非经常性损益前后较低者为依据；②发行人最近三年经营活动产生的现金流量净额累计超过5 000万元，如果部分行业的企业由于行业的特点，其经营活动产生的现金流量净额较小或者甚至为负数，即要求最近三个会计年度的营业收入累计超过3亿元；③发行人最近一个会计年度的净利润主要来自不能合并财务报表的投资收益。3、持续盈利能力方面，要求发行人不得存在下列情形：①发行人的经营模式、产品或服务的品种结构已经或将发生重大变化，并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响；②发行人的行业地位或者发行人所处行业的经营环境已经或将发生重大变化，并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响；③发行人最近一个会计年度的营业收入或净利润对关联方或有重大不确定性的客户存在重大依赖；④发行人使用的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得或使用存在重大不利变化的风险。4、资产结构方面，延续了最近一期末无形资产占净资产的比例不高于20%的规定，但允许扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等用益物权。

二、强化发行人的独立性要求，从源头上完善上市公司的公司治理

由于额度控制和国内证券市场容量有限，此前不少企业采取了剥离改制并发行上市的方式，形成母公司直接或间接

持股上市公司,实际控制人控制上市公司的股权和公司治理结构。由于改制不彻底、部分剥离上市,以及股权、资产、业务结构不合理,使得上市公司不能独立运作、业绩不真实,控股公司或实际控制人通过非公允关联交易、资金占用、违规担保等方式侵害上市公司及小股东利益的情况屡见不鲜。

针对这种情况,《管理办法》除了完善作为发行条件的财务指标要求之外,还从公司治理方面对发行人提出了较为严格的要求,尤其是加大了对发行人独立性的要求,体现了鼓励整体上市的精神。《管理办法》在总结以往上市公司监管经验的基础上,按照《证券法》第十三条第一款“具有健全且运行良好的组织机构”的规定,对发行人的资产、人员、财务、机构和业务的独立性以及主体资格提出了要求。

《管理办法》将发行人主体资格方面的要求明确为:①组织形式上规定,股份有限公司设立满三年后方可申请发行上市;②按照实质重于形式的原则,允许有限责任公司以按原账面净资产值折股的方式整体变更为股份有限公司的发行人连续计算持续经营时间,但发行人必须最近三年主营业务和管理层未发生重大变化,实际控制人未发生变更;③对募集设立股份公司的方式进行了严格的限制,只允许经国务院批准的有限责任公司采用募集设立的方式发行股票并上市;④为支持大型优质企业发行上市,规定了经国务院批准的发行人可以不受成立三年限制的豁免条款。

三、推进发行上市制度的市场化改革,加强市场对发行人的约束机制

股权分置环境下,流通股与非流通股的定价基础和价格形成机制均不相同,严重扭曲了证券市场的定价机制,制约了证券市场资源配置功能。股权分置改革彻底终结了流通股与非流通股的二元股价格局,证券市场的价格发现功能得以恢复。发行监管体制为适应这一变化,继续推进市场化改革,加强市场对发行人的约束机制。

(一)取消关联交易比例不得超过30%的规定,对关联交易提出了更加严格的披露要求。非公允关联交易是大股东侵占上市公司利益、操纵上市公司利润的重要手段之一。但是,简单的关联交易比例要求并不能解决问题,也易于被发行人规避而流于形式。近期,关联交易监管方面发生了一系列变革:首先,随着股权分置改革进展,原先改制重组、剥离上市的公司纷纷推出整体上市方案,这有利于从源头上减少和规范关联交易。其次,新《公司法》在约束和规范关联方、关联交易方面做出若干实质性规定,尤其是明确了实际控制人概念、禁止控制权滥用、引入公司法人人格否认制度。《管理办法》适应这种环境变化,放弃了对关联交易比例“一

刀切”比例限制的做法,转而采纳强制性信息披露的理念,针对发行人的关联方及其交易提出了更加严格的披露要求,由投资者根据披露的信息作出投资决策。

(二)取消筹资格额的额度限制,改事前限制为事后监管。股权分置的发行市场环境中,有关政策为遏制(拟)上市公司的筹资冲动,不得不采取额度控制的方式,例如2001年以前规定发行市盈率不得超过15~20倍,后来又规定筹资格额不得超过净资产的两倍。随着股权分置改革的基本完成,我国证券市场已初步具备了市场化发行的基础。在此背景下,《管理办法》放弃了对筹资格额的控制,交由发行人和投资者决定发行价格,让市场的内在机制约束筹资金量。另一方面,《管理办法》根据“两法”的精神,加强对募集资金用途的监管,要求筹资格额和投资项目应当与发行人现有生产经营规模、财务状况、技术水平和管理能力等相适应,并要求发行人建立募集资金专项存储制度。

(三)取消首次公开发行上市前12个月内不得增资扩股的规定,但提高禁售期要求。原《公司法》要求“两次股票发行需间隔一年以上”,因此公司在首次公开发行上市前一年内增资扩股存在法律障碍。“两法”则取消了上述规定,《管理办法》也不再对发行人发行上市前12个月内通过扩股引进新股东设置禁止性条款。取消这一规定,有利于企业在发行上市前根据自身情况引进战略投资者,也符合国际惯例。但为了防止发行上市前12个月内新增股东认购价低于公开发行价格现象的发生,其他相关办法将对新增股东认购的股份设置较长的禁售期要求。

(四)实施预先披露制度,强化社会监督。修订后的《证券法》提出,申请首次公开发行股票的发行人,应当预先披露相关文件。其目的在于让投资者能够在公司刊登募集说明书之前提早了解公司情况,及时发现问题,有较充裕的时间进行投资决策。《管理办法》细化了有关规定,对预先披露的时间、地点和内容做出了具体要求:一是在申请文件受理后、发行审核委员会审核前进行预先披露;二是在中国证监会网站进行预先披露;三是预先披露的内容为招股说明书申报稿。

总之,“两法”和《管理办法》的实施,为证券发行市场化奠定了正常的市场基础,标志着发行、上市制度正式步入市场化、法制化的轨道,将为我国证券市场发挥市场化资源配置功能,吸纳优质企业境内发行上市,遏制公司不正当会计行为的利益驱动等方面奠定良好的制度环境。■

(作者单位:复旦大学管理学院)

责任编辑 闫秀丽